

MUA [+27.5%]

Ngày cập nhật: 06/04/2020

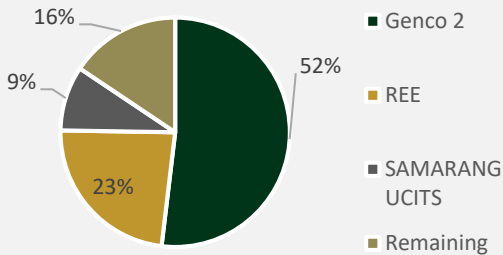
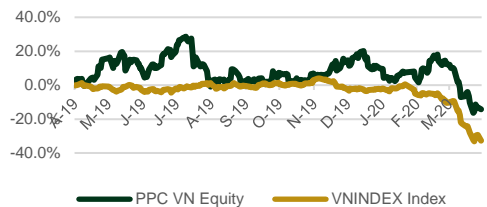
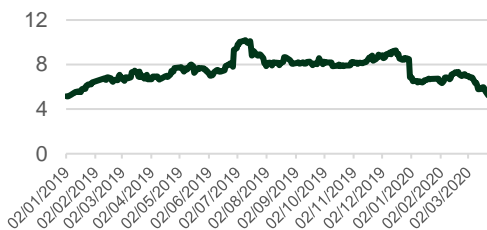
Giá mục tiêu	28,300	VND
Giá hiện tại (3.4)	22,200	VND

PHS

(+82-28) 5 413 5479 – support@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	320.6
Free-float (triệu)	80.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,765
KLGD TB 3 tháng	220,305
Sở hữu nước ngoài	15%
Ngày niêm yết đầu tiên	26/01/2007

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá

Hoạt động tiếp tục ổn định từ nhà máy kinh nghiệm lâu đời

Kết quả kinh doanh 2019: Năm 2019, sản lượng điện sản xuất của PPC đạt 6,056 triệu kWh (+8.0% YoY), doanh thu đạt 8,183 tỷ VND (+0.1% YoY). Lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 1,268 tỷ VND (+12.9% YoY). PPC đã thanh toán hết khoản nợ dài hạn trên bảng cân đối kế toán trong năm 2019, điều này được kỳ vọng về tỷ suất cổ tức đều đặn được hỗ trợ từ hoạt động kinh doanh của ngành tiện ích. Doanh thu tài chính tiếp tục đóng góp khoản lớn vào lợi nhuận trước thuế, tương đương khoảng 20%. Trong năm 2019, doanh thu tài chính đạt 310 tỷ VND (+24.5%) với sự tăng mạnh từ tiền cổ tức nhận được từ Nhiệt Điện Hải Phòng (HND)

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2020 của PPC ước đạt 8,377 tỷ VND (+2.4% YoY) vì nhu cầu tiêu thụ trong nước điện cao. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ điện sẽ không bị ảnh hưởng bởi dịch Covid bùng nổ do sự tiêu thụ gia tăng từ các hộ dân cư cũng như các nhà máy thủy điện không thể đáp ứng được kế hoạch từ Trung tâm Điều Độ Hệ Thống Điện Quốc Gia vì thiếu nước. Tuy nhiên, giá bán sẽ không tăng so với năm 2019 vì chủ trương của Nhà Nước sẽ ổn định giá điện để hỗ trợ việc sản xuất kinh doanh của các ngành nghề bị ảnh hưởng từ dịch Covid-19. Dù có tăng trưởng doanh thu, chúng tôi dự phóng LNST đạt 1,192 tỷ VND (-6,0% YoY) với giả định không có đóng góp từ doanh thu tài chính.

Động lực tăng trưởng: (1) Ngành điện vẫn đang đối mặt với tình trạng sản xuất vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ, nhiệt điện vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng để đáp ứng nhu cầu (2) Khoản vay dài hạn được trả hết, chính sách chi trả cổ tức đều đặn kỳ vọng được tiếp tục

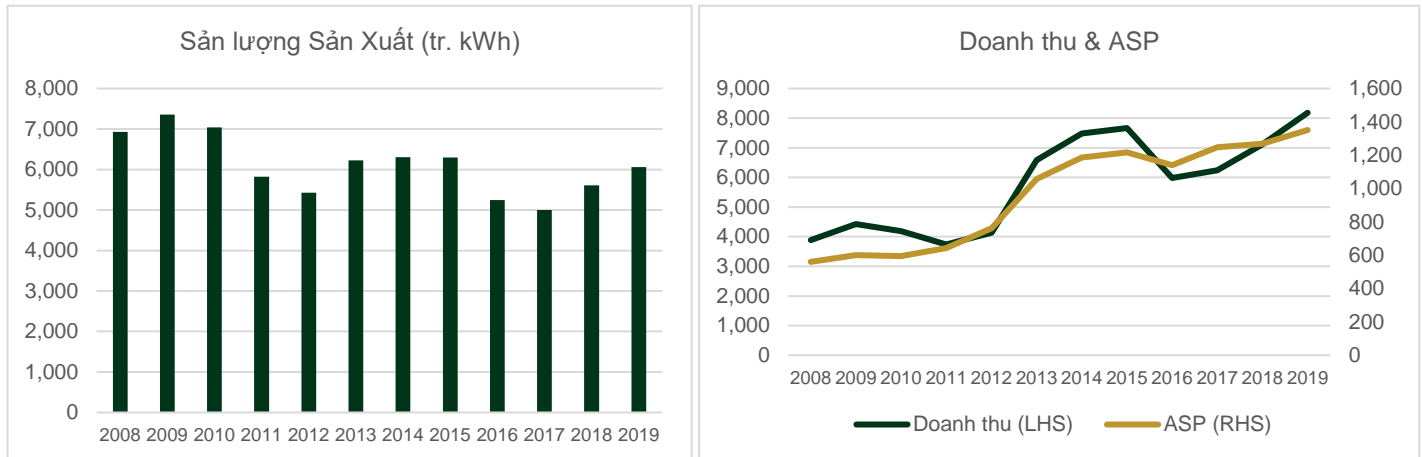
Định Giá & Khuyến Nghị: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF (giống với kỳ báo cáo trước) cùng với EV/EBITDA và P/E mục tiêu lần lượt là 6.6x và 7.5x, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PPC là 28,300 VNĐ/CP, khuyến nghị : MUA đối với cổ phiếu PPC, mức tăng trưởng là 27.5%

Rủi ro: (1) Rủi ro biến động giá và thiếu hụt nguyên liệu đầu vào chính là than, (2) Rủi ro về vận hành như ảnh hưởng tới KQKD của PPC, (3) Đầu tư xây dựng nhà máy Phả Lại 3 có thể mang những rủi ro ảnh hưởng đến kết quả hoạt động

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,665	5,977	6,236	7,117	8,183	8,377
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	566	554	854	1,122	1,268	1,192
EPS (VND)	1,778	1,724	2,680	3,501	3,933	3,653
Tăng trưởng EPS (%)	-46%	-3%	55%	31%	12%	-7%
Giá trị sổ sách (VND)	17,591	15,920	16,788	17,319	18,304	19,726
P/E	16.03	16.38	10.52	8.01	7.09	8.38
P/B	1.58	1.74	1.64	1.59	1.51	1.55
Cổ tức tiền mặt (VND)	12%	33%	24%	28%	27%	20%

Cập nhật kết quả kinh doanh

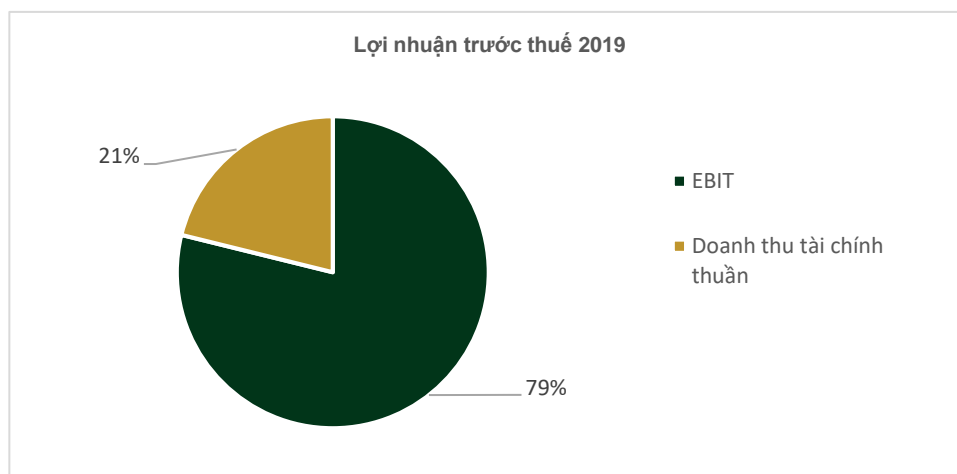
Sản lượng điện sản xuất của Nhà Máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2 lần lượt là 2,160 triệu kWh (+9.2% YoY) và 3,896 triệu kWh (+7.3% YoY). Sản lượng điện sản xuất tăng nhờ việc thiếu nước từ các nhà máy thủy điện. Chúng tôi tin rằng đà tăng trong sản lượng sản xuất sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2020. Theo dự báo của Trung Tâm Dự Báo Khí Tượng Thủy Văn Quốc Gia (DBQG), mùa khô năm 2020 sẽ đến sớm hơn và hạn sẽ nặng hơn so với năm ngoái. Trong quý 1.2020, một số hồ chứa nước của các nhà máy thủy điện không có nước, điều này làm ảnh hưởng đến việc cung cấp điện để hỗ trợ cho mảng nông nghiệp. Khi điện cung cấp từ các nhà máy thủy điện không đạt được kế hoạch đề ra của EVN, EVN sẽ huy động nhiệt điện than để bù đắp.



(Nguồn: PPC, PHFM tổng hợp)

Dù doanh thu trong năm 2019 tăng cùng chiều với sản lượng sản xuất, doanh thu của PPC tăng trưởng chính trong quá khứ là nhờ đóng góp lớn từ việc tăng giá bán bình quân (ASP). ASP trong năm 2019 là 1,351 VND; tăng 6.5% YoY. Chúng tôi kỳ vọng giá bán ASP trong năm 2020 sẽ không có nhiều thay đổi so với năm ngoái. Tại cuộc họp của Bộ Công Thương vào ngày 20 tháng 3, đại diện Cục Điều Tiết Điện Lực khẳng định sẽ không có điều chỉnh tăng giá điện trong năm 2020 với mục đích hỗ trợ sản xuất của các ngành bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19.

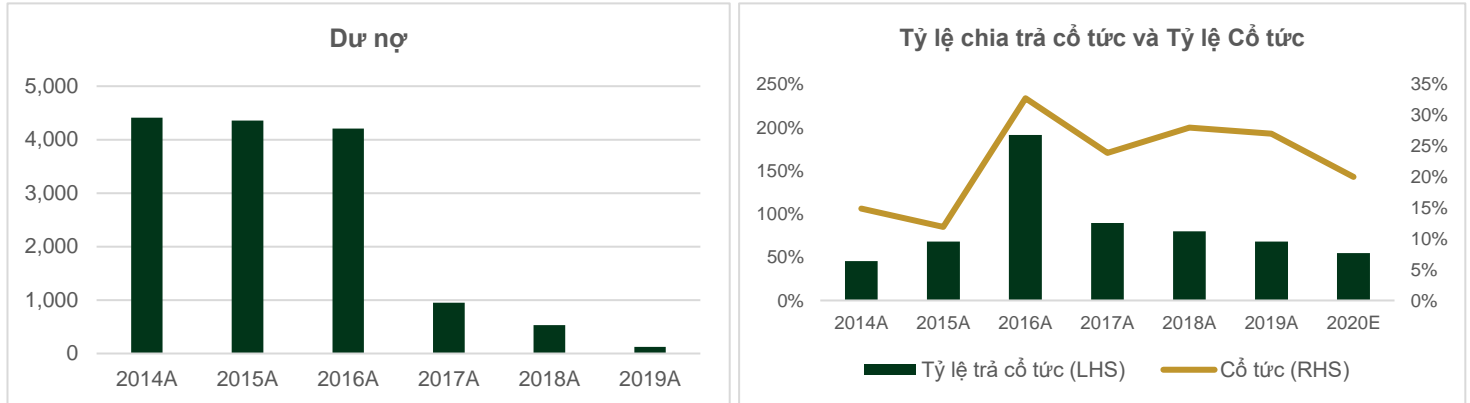
Lợi nhuận cao mà PPC có được trong các năm được đóng góp phần lớn bởi doanh thu tài chính thuần. Năm 2018, việc hoàn nhập trích lập dự phòng cho khoản đầu tư vào Nhà máy Nhiệt Điện Than Quảng Ninh (QTP) đã làm chi phí tài chính từ âm trong năm trước sang dương với mức tăng 234 tỷ VND, đóng góp 8% vào lợi nhuận trước thuế. Năm 2019, việc hoàn nhập được tiếp tục với giá trị nhỏ hơn là 33 tỷ VND. Bên cạnh chi phí tài chính, doanh thu tài chính cũng đóng góp khoản lớn vào lợi nhuận trước thuế từ các khoản lãi tiền gửi ngân hàng và cổ tức nhận được từ HND và QTP. Trong năm 2019, cổ tức PPC nhận được từ HND tăng 257% so với năm ngoái. Điều này làm doanh thu tài chính thuần đóng góp 21% vào lợi nhuận trước thuế.



(Nguồn: PPC, PHFM tổng hợp)

Cổ tức đều đặn

PPC có dòng tiền mạnh nhờ vào hoạt động trong ngành kinh doanh tiện ích. Thêm vào đó, PPC không đầu tư nhiều vào chi phí tài sản cố định và đã trả hết nợ dài hạn trong năm 2019. Dòng tiền mạnh và cơ cấu tài chính lành mạnh cho phép PPC có thể trả cổ tức đều đặn. Chúng tôi kỳ vọng rằng PPC sẽ có thể thực hiện chính sách chi trả cổ tức 20% trong năm 2020.



(Nguồn: PPC, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Chi tiết định giá và khuyến nghị

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện PPC sản xuất đạt 6,200 kWh (+2.4% YoY) do nhu cầu điện tiêu thụ từ nhà máy nhiệt điện trong năm 2020. Doanh thu tương ứng đạt 8,377 tỷ VND (+2.4% YoY) và LNST đạt 1,192 tỷ VND (-6.0% YoY) do không có các khoản đóng góp từ doanh thu tài chính. EPS forward năm 2020 ước đạt 3,653 VND/CP. Với nguồn tiền dồi dào từ hoạt động kinh doanh, kỳ vọng PPC tiếp tục duy trì được chính sách chi trả cổ tức 20% trong năm 2020.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa trên DCF, EV/EBITDA và P/E. Tỷ lệ áp dụng cho 3 phương pháp DCF, EV/EBITDA và P/E lần lượt theo thứ tự là 35:35:30. Việc chúng tôi lựa chọn 3 phương pháp dựa vào các yếu tố:

- DCF phù hợp cho dòng tiền đều từ hoạt động kinh doanh của các công ty tiện ích như PPC.
- EV/EBITDA phù hợp cho hoạt động của các công ty tiện ích dựa vào đòn bẩy như các công ty tiện ích.
- P/E sẽ phù hợp cho kỳ vọng của thị trường vào cổ phiếu.

Chúng tôi dùng EV/EBITDA và P/E trung bình trong quá khứ là 6.6x và 7.5x để xác định giá mục tiêu của PPC trong 2020. Giá mục tiêu chúng tôi tính ra khi sử dụng 2 phương pháp là 28,300 VND/CP. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: MUA đối với cổ phiếu PPC với upside tương ứng là 27.5%.

Phương pháp	Mục tiêu	Giá tính	Tỷ trọng
DCF		30,700	35%
EV/EBITDA	6.6x	26,900	35%
P/E	7.5x	22,400	30%
Giá mục tiêu			28,300

Bảng tính bằng phương pháp DCF

(tỷ VND)	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1,254	1,260	1,292	1,303
EBIT sau thuế	986	991	1016	1024
Khấu hao	36	36	36	36

Capex	(26)	(28)	(24)	(26)
Thay đổi Vốn Lưu Động	320	548	(349)	(13)
FCF	728	508	1,426	1,099
Kỳ chiết khấu	1.00	2.00	3.00	4.00
WACC				11%
Hệ số chiết khấu	0.90	0.82	0.74	0.67
PV of FCF	658	415	1,053	734
PV Giá trị cuối cùng (g= 0%)				6,900
Giá trị DN				9,760
Nợ				127
Tiền và tương đương tiền				241
Lợi ích cổ đông không kiểm soát				0
Giá trị vốn hóa				9,874
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)				321
Giá trị hợp lý (VND)				30,700

Bảng tính bằng phương pháp EV/EBITDA (tỷ VND)

EV/EBITDA Mục tiêu	6.6x
EBITDA	1,261
EV	8,515
Nợ	127
Tiền & tương đương tiền	241
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0
Vốn hóa thị trường	8,629
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	321
Giá trị hợp lý	26,900

Rủi ro

- (1) Rủi ro biến động giá và thiếu hụt nguyên liệu đầu vào chính là than – Biến động mạnh ảnh hưởng không nhỏ tới KQKD của các doanh nghiệp trong ngành.
- (2) Rủi ro về vận hành ảnh hưởng tới KQKD – Để đảm bảo vận hành ổn định, các nhà máy nhiệt điện cần phải có những tu sửa và bảo trì định kỳ trong năm. Việc sửa chữa định kỳ có thể phát sinh về các vấn đề kỹ thuật và làm gián đoạn quá trình sản xuất của công ty.
- (3) PPC có kế hoạch đầu tư Nhà Máy Phả Lại 3 để đáp ứng với Quy hoạch Điện VIII sắp tới. Việc đầu tư mới trong tương lai có thể mang lại những rủi ro cho hoạt động của PPC.

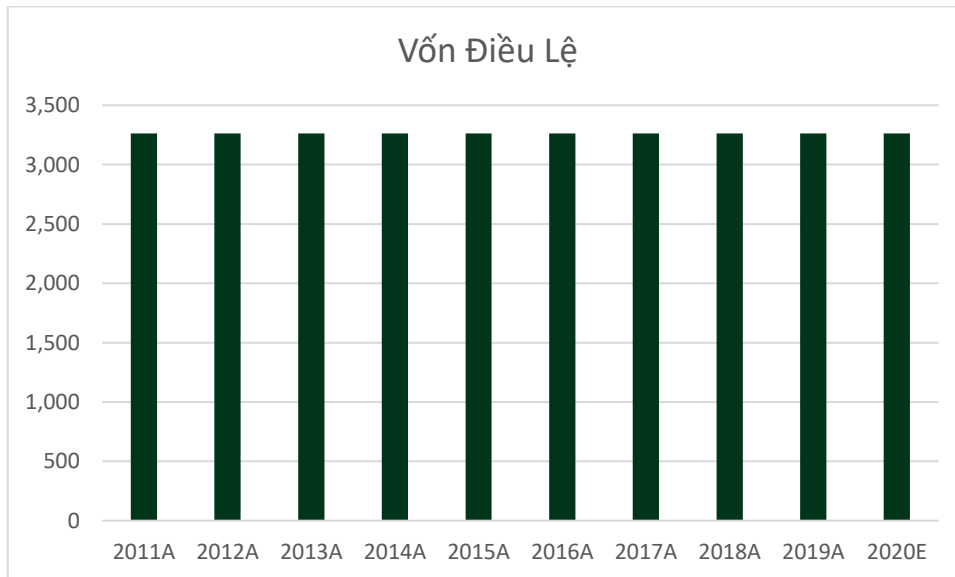
Sơ lược công ty

Công ty Cổ Phần Nhiệt Điện Phả Lại là nhà máy nhiệt điện than với 6 tổ máy có công suất đạt 1,040 MW.

Thực hiện Quyết định số 3537/QĐ-TCCB ngày 31/12/2004 của Bộ Công nghiệp về việc cổ phần hóa, Công ty Nhiệt Điện Phả Lại đã hoàn thành cổ phần hóa và chính thức chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần với tên mới là Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn: PPC, PHFM dự phóng)

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần	7,665	5,977	6,236	7,117	8,183	8,377
Giá vốn hàng bán	6,701	5,474	5,445	5,970	6,896	7,027
Lợi nhuận gộp	964	504	791	1,147	1,287	1,350
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0	0
Chi phí QLDN	104	108	81	89	75	96
Lợi nhuận từ HĐKD	470	618	1,002	1,422	1,537	1,519
Lợi nhuận tài chính	390	157	292	364	325	265
Chi phí lãi vay	120	125	72	24	12	5
Lợi nhuận trước thuế	604	616	1,003	1,408	1,538	1,515
Lợi nhuận sau thuế	566	554	854	1,122	1,268	1,192
LNST của cổ đông Công ty	561	549	854	1,122	1,268	1,192
Cân đối kế toán	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tài Sản Ngắn Hạn	5,973	6,184	3,586	3,926	4,208	4,696
Tiền và tương đương tiền	714	786	209	143	241	232
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,394	2,110	550	1,180	1,060	1,071
Phải thu ngắn hạn	2,200	2,727	2,260	2,363	2,251	2,771
Hàng tồn kho	660	557	552	237	657	614
Tài sản ngắn hạn khác	5	5	16	3	0	8
Tài Sản Dài Hạn	5,097	4,403	3,963	3,049	3,047	3,214
Phải thu dài hạn	2,350	1,708	933	210	175	175
Tài sản cố định	425	362	303	285	274	247
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	0
Chi phí xây dựng dở dang	305	380	385	55	75	65
Đầu tư tài chính dài hạn	2,012	1,950	2,269	2,448	2,481	2,481
Tài sản dài hạn khác	309	383	458	105	117	245
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	11,069	10,588	7,548	6,975	7,256	7,909
Nợ phải trả	5,330	5,394	2,072	1,325	1,284	1,474
Nợ ngắn hạn	1,319	1,568	1,565	1,325	1,284	1,474
Nợ dài hạn	4,011	3,825	507	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5,739	5,194	5,477	5,650	5,972	6,435
Vốn điều lệ	3,262	3,262	3,262	3,262	3,262	3,262
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	38	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	11,069	10,588	7,548	6,975	7,256	7,909

Lưu chuyển tiền tệ	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	2,075	(253)	(384)	750	(354)	739
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,576)	1,106	2,945	525	2,301	225
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(972)	(781)	(3,130)	(1,341)	(1,850)	(973)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(473)	72	(569)	(66)	97	(9)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1,187	714	778	209	143	241
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	714	786	209	143	241	232
Chỉ số tài chính (%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tăng trưởng						
Doanh thu	2.4%	-22.0%	4.3%	14.1%	15.0%	2.4%
Lợi nhuận sau thuế	-46.3%	-2.0%	54.1%	31.4%	12.9%	-6.0%
Tổng tài sản	-2.3%	-4.4%	-28.7%	-7.6%	4.0%	9.0%
Tổng vốn chủ sở hữu	1.1%	-9.5%	5.5%	3.2%	5.7%	7.8%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	12.6%	8.4%	12.7%	16.1%	15.7%	16.1%
Tỷ suất EBIT	17.2%	8.9%	12.0%	15.3%	15.2%	15.4%
Tỷ suất EBITDA	11.2%	7.7%	11.4%	14.9%	14.8%	15.0%
Tỷ suất lãi ròng	7.4%	9.3%	13.7%	15.8%	15.5%	14.2%
ROA	5.1%	5.2%	11.3%	16.1%	17.5%	15.1%
ROE	9.9%	10.7%	15.6%	19.9%	21.2%	18.5%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	3.52	2.42	2.49	3.06	3.52	3.00
Vòng quay hàng tồn kho	7.77	6.97	7.88	12.15	12.73	9.50
Vòng quay khoản phải trả	6.44	5.50	5.04	6.81	6.74	6.11
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.53	3.94	2.29	2.96	3.28	3.19
Tỷ suất thanh toán nhanh	4.03	3.59	1.94	2.78	2.77	2.77
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.48	0.51	0.27	0.19	0.18	0.19
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.93	1.04	0.38	0.23	0.22	0.23
Vay ngắn hạn/VCSH	0.23	0.30	0.29	0.23	0.22	0.23
Vay dài hạn/VCSH	0.70	0.74	0.09	-	-	-

Nguồn: PHFM

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801